

LE MARCHÉ DES TREASURIES, UN COLOSSE AUX PIEDS D'ARGILE : REMETTRE DE L'HUILE DANS LES ROUAGES

Anis Bensaidani & Céline Choulet

Au-delà des facteurs d'offre ([Dette fédérale, les risques de l'abondance](#)) et de demande ([Une valeur refuge mise au défi](#)), la réglementation bancaire a, elle aussi, contribué à fragiliser le marché des *Treasuries*. C'est le sujet du troisième volet de notre série d'Ecolnsight sur les *Treasuries*.

Depuis 2023, les autorités américaines ont pris diverses dispositions pour soutenir la liquidité et la stabilité du marché des *Treasuries* (plus grande transparence des transactions, recours accru à la compensation centralisée des opérations de mises en pension de titres, programme de rachat des titres les moins échangés).

Les contraintes bilanciellles, auxquelles sont exposées les banques chargées d'intermédiaire ce marché, demeurent toutefois un facteur aggravant en période de tensions. Afin d'y remédier, les régulateurs ont proposé, le 25 juin dernier, d'assouplir l'exigence de levier imposée aux groupes bancaires d'importance systémique et à leurs filiales de dépôts.

Cette mesure devrait permettre de redonner à la norme de levier son rôle de filet de sécurité et de rassurer les investisseurs sur la capacité des banques à jouer pleinement leur rôle d'intermédiaires. Le répit offert pourrait toutefois n'être que de courte durée compte tenu des projections d'évolution de la dette fédérale. L'assouplissement de la norme de levier pourrait même, de manière involontaire, soutenir les stratégies des fonds à effet de levier, et ainsi renforcer certaines des fragilités que les régulateurs cherchent précisément à atténuer.

2

Redonner à la norme de levier son rôle de filet de sécurité

3

Une règle assouplie mais peu d'espace bilanciel libéré

5

Rassurer les investisseurs

8

Le risque d'effets indésirables non anticipés

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LE MARCHÉ DES TREASURIES, UN COLOSSE AUX PIEDS D'ARGILE : REMETTRE DE L'HUILE DANS LES ROUAGES

2

Depuis 2023, les autorités américaines ont pris diverses dispositions pour soutenir la liquidité et la stabilité du marché des *Treasuries*. La transparence des transactions a été renforcée, le recours à la compensation centralisée des opérations de mises en pension a été accru, et un programme de rachat des titres les moins échangés (*Treasury buybacks*) a été mis en place.

Les contraintes bilanciellles, auxquelles sont exposées les banques chargées d'intermédiaire ce marché, demeurent toutefois un facteur aggravant en période de tensions. Afin d'y remédier, les régulateurs ont proposé, le 25 juin dernier, d'assouplir l'exigence de levier imposée aux groupes bancaires d'importance systémique et à leurs filiales de dépôts. Cette mesure devrait permettre de redonner à la norme de levier son rôle de filet de sécurité et de rassurer les investisseurs sur la capacité des banques à jouer pleinement leur rôle d'intermédiaires. Le répit offert pourrait toutefois n'être que de courte durée compte tenu des projections d'évolution de la dette fédérale. L'assouplissement de la norme de levier pourrait même, de manière involontaire, soutenir les stratégies des fonds à effet de levier, et ainsi renforcer certaines des fragilités que les régulateurs cherchent précisément à atténuer.

REDONNER À LA NORME DE LEVIER SON RÔLE DE FILET DE SÉCURITÉ

Les *primary dealers* sont chargés d'animer les marchés (*cash* et *repo*) de *Treasuries* en participant aux adjudications du Trésor, en intermédiaire les opérations d'achats et de ventes fermes sur le marché secondaire, ou encore en facilitant la circulation du *cash* et du collatéral sur les marchés de mise en pension de titres (*repo*)¹. Le cadre réglementaire mis en place au lendemain de la grande crise financière de 2008 a néanmoins dégradé leurs conditions d'exercice (Li, Petrusek et Tian, 2024). Bâle 3² a, notamment, durci l'exigence de fonds propres liée à la taille des bilans bancaires, au travers de la norme de levier (*cf. encadré*). Il a ainsi accru le coût bilanciel associé à l'activité des *primary dealers*, qui sont pour la plupart des filiales de très grandes banques. Or, plus la dette fédérale augmente, plus l'espace bilanciel nécessaire pour l'intermédiaire s'accroît.

Les nouvelles contraintes réglementaires ont non seulement modifié le positionnement des *primary dealers* mais également fortement affecté les niveaux et la volatilité des rendements des marchés financiers sur lesquels ils opèrent (Du, Hébert and Huber, 2019 ; Duffie et al., 2023 ; Favara, Infante and Rezende, 2024 ; Braüning et Stein, 2024).

Ainsi, alors qu'ils privilégiaient jusqu'en 2008 l'emprunt de *Treasuries* (position nette courte), les *primary dealers* sont devenus, depuis lors, détenteurs fermes de *Treasuries* (position nette longue). Ils ont, par ailleurs, été incité à arbitrer entre l'animation des marchés de *Treasuries* et l'offre de dollar sur les marchés *FX swaps*, et à exiger des primes de risque plus élevées (Du, Tepper et Verdelhan, 2018).

La réglementation bancaire et les innovations technologiques ont, de plus, conduit au déplacement d'une partie des activités d'intermédiation de marché, réalisées par les *dealers*, vers des sociétés de trading (*Principal Trading Firms*), très peu tolérantes aux situations de stress³.

1 Une opération de pension livrée - forme de cession temporaire de titres - peut être assimilée, du point de vue économique, à un prêt garanti (*cash* contre titres, dont la valeur est affectée d'une décote) ; envisagée du point de vue de celui qui prête les liquidités, c'est une prise en pension (*reverse repo*) ; de celui qui les emprunte, une mise en pension (*repo*). La mise en pension d'un titre est assortie d'un engagement de rachat à terme à un prix convenu. Le taux d'intérêt, ou taux de pension, correspond à la différence entre le prix de vente et le prix de rachat.

2 Diverses exigences réglementaires contraignent l'activité des *primary dealers* : la norme de levier SLR, la surcharge de fonds propres spécifique aux G-SIB (le score de taille intègre la valeur des portefeuilles de *Treasuries* inscrits au bilan, celui de complexité les opérations de prêt/emprunt de titres), le *Stress Capital Buffer* (la mesure standardisée du risque de contrepartie pénalise les bilans larges) ou encore les limites d'exposition au risque (via le calcul de la *Value At Risk*). Les exigences internes en termes de profitabilité et de tolérance au risque ou encore la forte procyclicité des appels de marge des chambres de compensation peuvent également les inciter à limiter leurs expositions.

3 Ces sociétés ne sont pas affiliées à des établissements bancaires et n'ont pas le statut de *dealers*. Elles emploient des stratégies de *trading* à haute fréquence, automatisées et

CONTRAINTES DE LEVIER AUX ÉTATS-UNIS : PLUSIEURS NORMES COEXISTENT

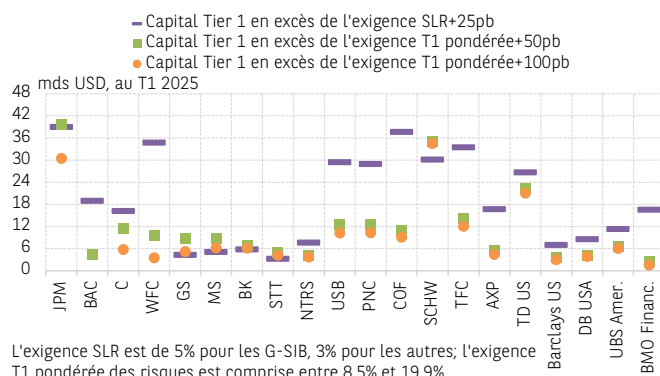
- L'ensemble des établissements bancaires sont soumis à une norme de levier simple qui rapporte les fonds propres de base (capital *Tier 1*) aux actifs bilanciels moyens (des quatre derniers trimestres). L'exigence minimale est fixée à 4% au niveau consolidé, à 5% pour les filiales de dépôt.
- Les plus petits établissements de dépôt (ceux dont les actifs consolidés n'excèdent pas USD 10 mds ou *community banks*), qui souhaitent s'affranchir de toute norme de fonds propres calculée à partir des actifs pondérés, se voient imposer une exigence de levier plus sévère, fixée à 9% (**Community Bank Leverage Ratio** ou **CBLR**).
- Seules les plus grandes banques (celles dont le bilan consolidé excède USD 250 mds ou ayant au moins USD 75 mds d'actifs non bancaires, de dette de marché de court terme ou d'expositions de hors bilan) et leurs filiales de dépôts sont assujetties, en complément de la norme de levier simple, à la règle de levier bâloise (**Supplementary Leverage Ratio** ou **SLR**). Celle-ci rapporte le capital *Tier 1* à l'exposition totale, qui comprend tous les actifs de bilan, conformément aux règles comptables en vigueur (hors dérivés et cessions temporaires de titres, traités à part), et une mesure allégée des engagements de hors bilan. Les expositions aux dérivés et les cessions temporaires de titres sont comptabilisées pour leurs valeurs brutes ; la compensation de certains postes n'est autorisée que dans des conditions restrictives. L'exigence minimale SLR est fixée à 3%.
- L'exigence SLR des banques spécialisées dans la conservation et la gestion des titres (telles que Bank of New York Mellon, State Street et Northern Trust) est plus souple. La définition de l'exposition (dénominateur du SLR) de ces établissements exclut une partie de leurs réserves détenues en banque centrale (l'équivalent de la fraction des dépôts clientèle liée à leur activité de conservation et gestion des titres). Cette exclusion concerne non seulement leurs avoirs auprès de la Fed mais également ceux auprès des banques centrales des autres pays de l'OCDE.
- Les huit grandes banques d'importance systémique à l'échelle mondiale (G-SIB) se voient, quant à elles, imposer une exigence renforcée sur base consolidée (**enhanced Supplementary Leverage Ratio** ou **eSLR**, fixée à 5%) comme au niveau de leurs filiales de dépôt (eSLR fixée à 6%).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

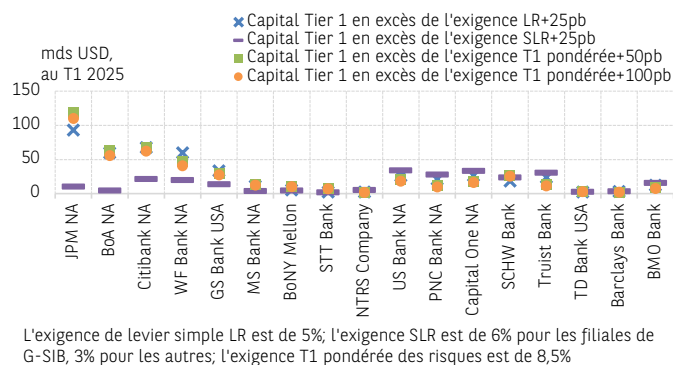
LA NORME SLR, BIENTÔT PLUS CONTRAIGNANTE QUE L'EXIGENCE PONDERÉE POUR CERTAINES GRANDES BANQUES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : SNL FINANCIAL, CALCULS BNP PARIBAS

L'EXIGENCE SLR EST « MORDANTE » POUR CERTAINES GRANDES FILIALES DE DÉPÔTS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : SNL FINANCIAL, CALCULS BNP PARIBAS

Finalement, la dégradation des capacités d'absorption des *Treasuries* par les *primary dealers* aurait contribué à éroder sur le plan national (*swap spreads* négatifs⁴, même sur de très longues maturités) et sur le plan international (déviations majeures à la parité des taux d'intérêt couverte⁵) le « rendement d'opportunité »⁶ (*convenience yield*) associé à la détention de l'actif réputé le plus sûr et le plus liquide⁷ (Jermann, 2019 ; He, Nagel and Song, 2022 ; Du, Hébert and Li, 2023).

Évoquée régulièrement par les régulateurs depuis mars 2021⁸ et défendue par de nombreux chercheurs (Duffie, 2020 ; Liang et Parkinson, 2020 ; Chen, Liu, Rubio, Sarkar et Song, 2021), la question d'une révision pérenne de la norme de levier n'avait, jusqu'ici, pas été tranchée. Pour rappel, la norme de levier est une exigence de fonds propres non pondérés des risques. Elle vise à garantir que les avoirs ou engagements d'une banque, indépendamment des risques qui y sont associés, n'excèdent pas un certain multiple de ses fonds propres. De ce fait, les titres du Trésor américain ou les réserves auprès de la Fed, bien qu'ils soient considérés comme des actifs « sûrs » et assortis d'une pondération en risque nulle pour le calcul des ratios de fonds propres pondérés des risques, comptent à part entière dans le calcul de l'exposition au titre du levier (dénominateur du SLR) comme tout autre actif, même très risqué. Le calibrage de la norme doit lui permettre de s'imposer en qualité de limite extrême et non de contrainte permanente.

À défaut, elle inciterait les banques à arbitrer en faveur d'actifs plus risqués et plus coûteux en termes de fonds propres, mais plus rentables. Or, pour certaines très grandes banques et leurs principales institutions de dépôts (graphiques 1 et 2), la norme de levier SLR⁹ est sur le point de devenir plus contraignante que l'exigence de fonds propres Tier 1 pondérés des risques et donc plus déterminante dans les choix de portefeuille¹⁰.

Sans ajustement de la norme, certains établissements ne pourront bientôt plus assurer leur rôle d'intermédiaires sur le marché des *Treasuries* sans mobiliser des fonds propres supplémentaires. La nécessité de recalibrer la norme de levier, afin qu'elle ne devienne pas plus contraignante que l'exigence pondérée, et qu'elle joue son rôle de filet de sécurité, s'est ainsi imposée à l'agenda des régulateurs.

UNE RÈGLE ASSOULPIE MAIS PEU D'ESPACE BILANCIEL LIBÉRÉ

La réforme tant attendue est désormais lancée. Le 25 juin dernier, les trois régulateurs bancaires (Fed, FDIC, OCC) ont proposé d'abaisser le niveau de la contrainte de levier renforcée eSLR. La règle est soumise à commentaires pendant 60 jours. La règle finale, qui sera communiquée au plus tôt d'ici la fin septembre, précisera la date d'entrée en vigueur de la nouvelle exigence.

pour leur propre compte. Elles procèdent à de très nombreux ordres mais ne maintiennent leurs positions que temporairement (quelques heures la plupart du temps).

4 En théorie, le *swap spread* est positif car un contrat *swap* inclut un risque de crédit, celui de la banque qui sert de contrepartie à l'investisseur, supérieur à celui de l'émetteur souverain.

5 Selon la théorie de la parité des taux d'intérêt couverte, il existe une relation entre le différentiel de taux d'intérêt d'actifs sans risque libellés dans deux devises et la différence entre les taux de change à terme et spot. Depuis 2014, cette parité n'est plus vérifiée en raison d'une demande accrue de couverture du risque de change et d'une capacité moindre des *dealers* à offrir des dollars sur les marchés *FX swaps*.

6 Le « rendement d'opportunité » est la valeur que les investisseurs attribuent aux services de liquidité et de sécurité offerts par les *Treasuries*.

7 Selon Duffie (2025), le fait que les grands investisseurs institutionnels tels que les fonds communs de placement, les fonds de pension et les compagnies d'assurance préfèrent compenser leurs passifs longs par le biais de produits dérivés (qui bénéficient d'un traitement comptable plus avantageux) plutôt que de détenir des actifs longs comme les titres du Trésor contribue également à accroître les rendements des *Treasuries* à long terme par rapport aux rendements implicites des dérivés de taux d'intérêt.

8 La norme SLR avait été assouplie temporairement pendant la crise de la Covid-19, du 1^{er} avril 2020 au 31 mars 2021.

9 La norme de levier simple est également contraignante pour certaines grandes institutions. Toutefois, le Dodd Frank Act a instauré un *floor* permanent à toute nouvelle règle de fonds propres. À défaut d'un vote du Congrès, la norme de levier en vigueur en 2010 ne peut être allégée.

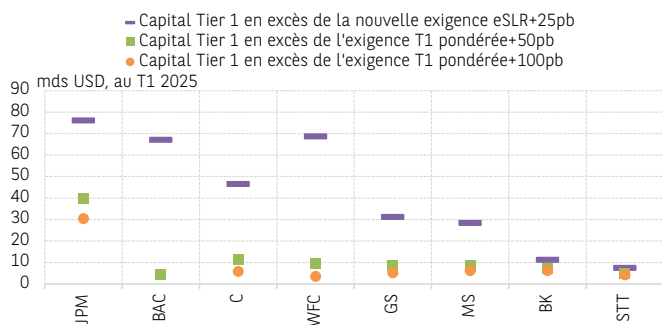
10 Au T1 2025, l'exigence SLR (augmentée d'une marge de sécurité de 25 pb) était moins contraignante que l'exigence T1 pondérée (augmentée d'une marge de sécurité de 50 pb) pour toutes les grandes banques non-G-SIB (à l'exception de Charles Schwab) et pour 3 G-SIB sur 8 et légèrement plus contraignante (de USD 1 à 4 mds) pour les 5 autres G-SIB. Elle était plus contraignante pour 8 des 9 plus grandes filiales de dépôts des 8 G-SIB et 3 des 12 plus grandes filiales de dépôts des grandes banques non-G-SIB.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LA NORME DE LEVIER JOUERAIT À NOUVEAU SON RÔLE DE FILET DE SÉCURITÉ POUR LES 8 G-SIB ...

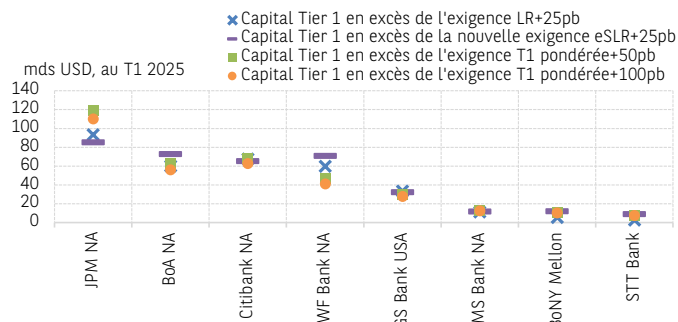


La nouvelle exigence eSLR serait comprise entre 3,5% et 4,25%; l'exigence T1 pondérée des risques est comprise entre 9,5% et 15,2%

GRAPHIQUE 3

SOURCES : SNL FINANCIAL, CALCULS BNP PARIBAS

... MAIS RESTERAIT TRÈS CONTRAIGNANTE POUR LEURS FILIALES DE DÉPÔTS



L'exigence de levier simple LR est de 5%; la nouvelle exigence eSLR serait comprise entre 3,5% et 4,25%; l'exigence T1 pondérée des risques est de 8,5%

GRAPHIQUE 4

SOURCES : SNL FINANCIAL, CALCULS BNP PARIBAS

Les régulateurs prévoient de ramener l'exigence eSLR actuelle (5% pour les G-SIB, 6% pour leurs filiales de dépôt), au niveau de la recommandation bâloise (3% augmenté d'un coussin fixé à 50% de la surcharge G-SIB calculée selon la méthode 1¹¹). Sur cette base, les exigences eSLR s'établiraient dans une fourchette allant de 3,5% à 4,25% (tableau 1).

Dans le cas des huit G-SIB, cette révision redonnerait à la norme de levier son rôle de filet de sécurité (graphique 3). En revanche, pour la majorité des plus grandes institutions de dépôts américaines, elle demeurerait autant, voire plus, contraignante que la norme de fonds propres pondérés, à l'exception notable des filiales de Bank of America et Wells Fargo (graphique 4).

Un espace bilanciel « libéré » plus mince qu'il n'y paraît. D'après les régulateurs, cet assouplissement offrirait aux huit G-SIB des économies en fonds propres Tier 1 de USD 13 mds au total (1,4% de leur stock de capital Tier 1) et de USD 213 mds à leurs principales filiales de dépôts (27%)¹². Théoriquement, compte tenu de leur stock de capital au 31 mars 2025, ce relâchement permettrait aux G-SIB d'élargir, collectivement, leur exposition à des actifs sans risque, au maximum de USD 6 000 mds environ¹³ (graphique 5). Après prise en compte de l'ensemble des contraintes de fonds propres, les régulateurs estiment que cette capacité n'excéderait pas USD 1 100 mds. Selon nous, ces marges de manœuvre pourraient être bien plus étroites encore (environ USD 300 mds).

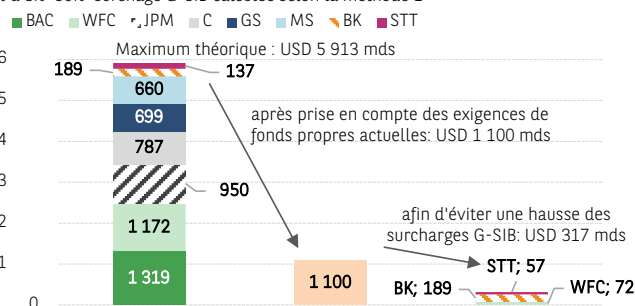
Les surcharges G-SIB, qui s'appliquent actuellement (en vertu de la méthode 2), ont été définies sur la base des bilans bancaires de 2022. Or, ces bilans se sont depuis élargis et complexifiés. Ainsi, les surcharges qui s'appliqueront au cours des prochaines années devraient elles aussi augmenter : c'est le cas pour JP Morgan dont le score de systémicité au T1 2025 supposerait une surcharge de 5,5% (contre 4,5%

actuellement), pour Bank of America (3,5% contre 3%), pour Citigroup (4% contre 3,5%), pour Goldman Sachs (4% contre 3%) et pour Morgan Stanley (3,5% contre 3%).

À structure de bilan donnée, seule Bank of New York Mellon, Wells Fargo et State Street pourraient accroître leur exposition à des actifs sans risque sans augmenter leurs scores de systémicité actuels (graphique 5).

L'ÉLARGISSEMENT DES BILANS DES 8 G-SIB THÉORIQUEMENT PERMIS PAR LA BAISSE DE L'EXIGENCE ESLR

Espace bilanciel libéré au T1 2025 par une réduction du niveau de l'exigence eSLR de 5% à 3%+50%*surcharge G-SIB calculée selon la méthode 1



GRAPHIQUE 5

SOURCES : SNL FINANCIAL, FED, FSB, CALCULS BNP PARIBAS

11 Aux États-Unis, la surcouche de capital imposée aux G-SIB est déterminée à l'appui de deux méthodes : celle du Conseil de Stabilité Financière (méthode 1) et celle de la Fed (méthode 2). La plus sévère des deux méthodes (systématiquement la seconde) est retenue.

12 L'étude d'impact des régulateurs intègre les principales filiales de dépôts de chacun des groupes soumis au SLR (la plus grande ainsi que toutes celles dont le total actifs excédait USD 50 mds en 2024). Les USD 200 mds de capital Tier 1 « libérés » au niveau des filiales de dépôts pourront sous certaines conditions être réalloués au sein des groupes et soutenir l'activité des filiales de courtage.

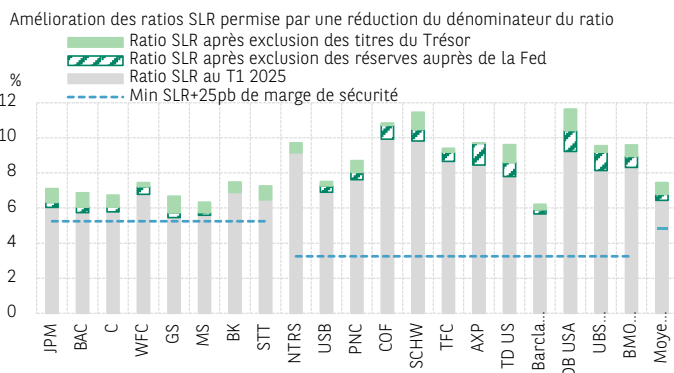
13 Cet espace bilanciel est calculé comme la différence entre l'exposition maximum autorisée sous l'exigence eSLR actuelle et sous l'exigence eSLR révisée (augmentées de 25pb de marge de sécurité), sans augmentation des fonds propres (en supposant une couverture parfaite contre le risque de taux).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

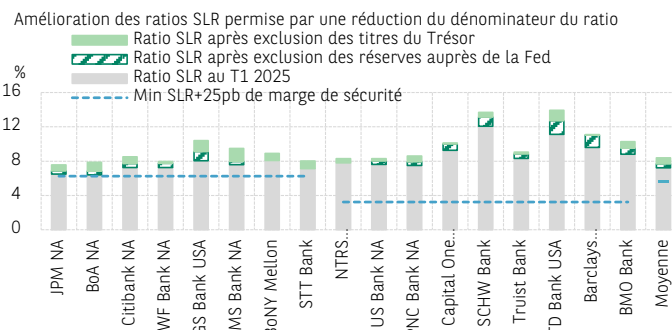
L'EXCLUSION DES RÉSERVES ET DES TREASURIES AMÉLIORERAIT DE 100 POINTS DE BASE LE RATIO SLR MOYEN DES GROUPES BANCAIRES...



GRAPHIQUE 6

SOURCES : SNL FINANCIAL, CALCULS BNP PARIBAS

... ET DE 116 POINTS DE BASE CELUI DE LEURS PRINCIPALES FILIALES DE DÉPÔTS



GRAPHIQUE 7

SOURCES : SNL FINANCIAL, CALCULS BNP PARIBAS

D'autres modalités d'assouplissement pourraient être envisagées.

Les régulateurs en ont soumis quatre à commentaires :

- Sous l'alternative 1, la révision de l'exigence eSLR (conformément à la proposition) serait complétée d'une réduction du dénominateur du ratio SLR, via l'exclusion des titres du Trésor détenus à des fins de négociation par les filiales de courtage (*broker-dealer*) des grandes banques. Cette exclusion améliorerait de 15 points de base seulement le ratio SLR moyen des 20 groupes bancaires soumis à l'exigence SLR¹⁴.
- L'alternative 2 consisterait à déduire du dénominateur du ratio SLR les réserves auprès de la Réserve fédérale et l'intégralité des portefeuilles de *Treasuries*. En moyenne, cette exclusion réduirait de 14% l'exposition au titre du levier (dénominateur du ratio) des 20 groupes bancaires soumis à l'exigence SLR¹⁵. Elle améliorerait de 100 points de base leur ratio SLR moyen (*graphique 6, tableau 2*) et de 116 pb celui de leurs plus grandes filiales de dépôts¹⁶ (*graphique 7, tableau 3*).
- L'alternative 3 ramènerait l'exigence eSLR actuelle à 3% augmenté d'un coussin fixé à 50% de la surcharge G-SIB en vigueur (c'est-à-dire celle calculée selon la méthode 2). Sous cette hypothèse, les exigences eSLR seraient comprises dans une fourchette allant de 3,5% à 5,25%¹⁷ (*tableau 1*).
- L'alternative 4 combinerait la proposition de réduction de l'exigence eSLR (3% augmenté d'un coussin fixé à 50% de la surcharge G-SIB calculée selon la méthode 1) et l'alternative 2.

14 Les données relatives aux portefeuilles de *Treasuries* des *primary dealers* sont confidentielles. Toutefois, d'après les régulateurs, en moyenne, 92% des titres comptabilisés comme actifs de trading au bilan des G-SIB et qui ne sont pas détenus par leurs filiales de dépôts sont portés au bilan de leurs filiales de courtage. Nous appliquons cette proportion aux 20 groupes soumis au SLR.

15 Le dénominateur du ratio SLR est calculé comme la moyenne des positions comptabilisées durant le trimestre (sur une base quotidienne pour les expositions bilancielle). Nous excluons donc la moyenne entre les 31 décembre 2024 et 31 mars 2025 des encours de dépôts auprès de la Fed et des *Treasuries* inscrits au bilan.

16 L'incidence est comparable car les réserves auprès de la Fed et les portefeuilles d'investissement en *Treasuries* (détenus jusqu'à échéance et disponibles à la vente) sont, pour une large part, inscrits au bilan des filiales de dépôts.

17 Avec une surcharge G-SIB fixée actuellement à 4,5%, JP Morgan verrait son exigence eSLR accrue si l'option 3 était retenue.

18 En moyenne, plus de 70% des portefeuilles de *Treasuries* des huit G-SIB étaient comptabilisés à leur valeur de marché en catégorie « Titres disponibles à la vente » ou en « Portefeuilles de négociation » au T1 2025. Or, en cas de hausse des taux, les moins-values latentes constatées sur ces portefeuilles dégraderaient les ratios de fonds propres pondérés des grandes banques.

19 La VaR quantifie l'exposition d'un groupe aux pertes extrêmes potentielles sur ses positions de marché et d'investissement résultant des risques de marché. Elle est très sensible aux variations brutales de la volatilité des marchés.

20 Un élargissement des portefeuilles de titres des banques n'aurait pas d'incidence sur le stock agrégé de réserves auprès de la Fed (les réserves mobilisées pour réaliser ces achats seraient reconstituées par la dépense publique permise par la levée de dette du Trésor). Il pourrait toutefois occasionner une redistribution des réserves entre banques. Or, si les réserves et les *Treasuries* sont tous deux considérés comme des actifs liquides de la plus haute qualité dans la réglementation bancaire, la liquidité fournie par les réserves est unique. C'est le seul actif qui n'a pas besoin d'être monétisé et les régulateurs américains les considèrent donc plus favorablement dans le cadre des exigences de liquidité.

RASSURER LES INVESTISSEURS

À lui seul, l'allègement proposé en juin dernier (ou même l'exclusion des titres du Trésor du dénominateur du ratio) ne devrait pas inciter les banques soumises au SLR à acheter massivement des *Treasuries*.

Au T1 2025, le poids des *Treasuries* dans les bilans des groupes soumis au SLR (10%) et dans les inventaires des *primary dealers* atteignaient déjà des niveaux historiquement élevés.

Certes, les titres du Trésor sont considérés très favorablement dans la réglementation bancaire (pondération en risque de crédit nulle, éligibilité à la gamme des actifs liquides de haute qualité) mais leur exclusion du calcul du dénominateur du SLR ne rendrait pas totalement indolore la détention de *Treasuries*.

Des achats importants de titres risqueraient :

- 1/ d'accroître les surcharges G-SIB en gonflant l'indicateur de taille,
- 2/ de dégrader les ratios de levier simples (contraignants au niveau des filiales de dépôt),
- 3/ d'augmenter l'exposition des banques aux risques de transformation et de taux d'intérêt¹⁸ et d'entrer en conflit avec les limites d'expositions internes aux risques de marché, *Value at Risk*¹⁹ (donc d'accroître la valeur des actifs pondérés des risques)
- et 4/ de dégrader la position de liquidité de certaines banques²⁰.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ÉVOLUTION ESTIMÉE DE L'EXIGENCE ESLR

Données au T1 2025	Capital Tier 1, mds USD	Exposition totale (LE), mds USD	Exigence eSLR, %	Exigence eSLR « réduite » (3%+50% de la surcharge G-SIB selon la méthode 1), %	Exigence eSLR « réduite » (3%+50% de la surcharge G-SIB selon la méthode 2), %
JPM	299,1	4953,5	5	4,25	5,25
BAC	221,7	3859,8	5	3,75	4,50
C	175,5	3033,4	5	4,00	4,75
WFC	153,9	2267,2	5	3,50	3,75
GS	117,5	2153,7	5	3,75	4,50
MS	86,7	1552,6	5	3,50	4,50
BK	24,8	359,7	5	3,50	3,75
STT	17,9	277,3	5	3,50	3,50
8 G-SIB	1097,0	18457,1	5	3,86	4,62

TABLE AU 1

SOURCE : SNL FINANCIAL, FED, FSB, CALCULS BNP PARIBAS

ESTIMATION DES RATIOS SLR DES HOLDING COMPANIES SOUS L'ALTERNATIVE 2

Données au T1 2025	Capital Tier 1, mds USD	Exposition totale (LE), mds USD	Ratio SLR, %	Réserves auprès de la Fed, mds USD	Titres du Trésor*, mds USD	Amélioration du ratio SLR (en points de base) permise par l'exclusion des :		Ratio SLR après assouplissement, %
						Réserves auprès de la Fed	Titres du Trésor	
JPM	299,1	4 953,5	6,04	225	521	0,29	0,78	7,11
BAC	221,7	3 859,8	5,74	193	438	0,30	0,82	6,87
C	175,5	3 033,4	5,79	130	298	0,26	0,69	6,74
WFC	153,9	2 267,2	6,79	133	68	0,42	0,24	7,45
GS	117,5	2 153,7	5,46	100	294	0,27	0,96	6,68
MS	86,7	1 552,6	5,58	41	142	0,15	0,60	6,33
BK**	24,8	359,7	6,89	70	29	0	0,59	7,49
STT**	17,9	277,3	6,46	75	30	0	0,79	7,26
NTRS**	12,0	130,9	9,15	24	8	0	0,57	9,72
USB	55,7	807,6	6,9	40	26	0,36	0,25	7,52
PNC	50,6	665,6	7,61	35	48	0,43	0,67	8,7
COF	56,1	565,0	9,92	42	6	0,80	0,13	10,85
SCHW	45,2	460,7	9,81	29	37	0,66	0,98	11,45
TFC	53,7	620,0	8,66	35	15	0,52	0,23	9,41
AXP	27,3	322,4	8,45	41	0	1,23	0,01	9,70
TD US	45,9	588,8	7,80	55	57	0,80	1,02	9,61
Barclays US	16,6	293,8	5,66	12	14	0,24	0,32	6,22
DB USA	13,3	144,3	9,23	16	13	1,19	1,21	11,63
UBS Amer.	19,1	234,3	8,13	27	8	1,05	0,37	9,55
BMO Financ.	27,3	327,8	8,32	23	21	0,62	0,65	9,59
20 groupes***	1 519,7	23 618,4	6,43	1 345,7	2 073,6	0,35	0,66	7,45

* moyenne entre les 31 décembre 2024 et 31 mars 2025 des encours de *Treasuries* inscrits au bilan : détenus jusqu'à échéance (HTM, au coût amorti), disponibles à la vente (AFS, à la fair value) et détenus à des fins de transaction ; ** la définition de l'exposition au titre du levier de ces établissements exclut déjà une large part de leurs réserves en banque centrale ; *** les ratios sont exprimés en moyenne pondérée.

TABLE AU 2

SOURCE : SNL FINANCIAL, FED, FSB, CALCULS BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

ESTIMATION DES RATIOS SLR DES PRINCIPALES INSTITUTIONS DE DÉPÔTS SOUS L'ALTERNATIVE 2

Données au T1 2025	Capital Tier 1, mds USD	Exposition totale (LE), mds USD	Ratio SLR, %	Réserves auprès de la Fed, mds USD	Titres du Trésor*, mds USD	Amélioration du ratio SLR (en points de base) permise par l'exclusion des :		Ratio SLR après assouplissement, %
						Réserves auprès de la Fed	Titres du Trésor	
JPM NA	277,7	4 269,7	6,50	223	373,8	0,36	0,70	7,56
BAC NA	193,8	3 020,3	6,42	187	372,3	0,42	1,03	7,88
Citibank NA	158,1	2 179,5	7,25	129	191	0,46	0,79	8,50
WF Bank NA	147,3	2 031,2	7,25	130,6	46,8	0,50	0,20	7,95
GS Bank USA	64,5	801,9	8,04	94,2	87,4	1,07	1,28	10,40
MS Bank NA	23,5	309,4	7,59	14,5	47,5	0,37	1,53	9,49
BoNY Mellon**	22,7	281,7	8,08	41,9	26,6	0	0,84	8,92
STT Bank**	19,6	274,9	7,14	44,5	30	0	0,87	8,01
NTRS Company**	10,2	130,4	7,81	25,7	7,7	0	0,49	8,30
USB Bank NA	60,3	791,0	7,63	39,1	24,6	0,40	0,27	8,29
PNC Bank NA	49,7	660,9	7,52	35,4	48,3	0,43	0,66	8,61
Capital One NA	52,1	562,1	9,26	41	6,2	0,73	0,12	10,11
SCHW Bank	33,1	274,2	12,06	22,4	9,9	1,07	0,54	13,67
Truist Bank	50,9	610,8	8,33	34,9	14,2	0,51	0,22	9,06
TD Bank USA	4,4	39,6	11,14	4,9	3	1,58	1,20	13,92
Barclays Bank	5,7	58,9	9,6	7,6	0,3	1,43	0,07	11,10
BMO Bank	25,6	290,5	8,81	21,4	20,5	0,70	0,78	10,29
17 Institutions de dépôts***	1 199,2	16 587,0	7,23	1 097,3	1 310,2	0,47	0,70	8,39

* moyenne entre les 31 décembre 2024 et 31 mars 2025 des encours de Treasuries inscrits au bilan : détenus jusqu'à échéance (HTM, au coût amorti), disponibles à la vente (AFS, à la fair value) et détenus à des fins de transaction ; ** la définition de l'exposition au titre du levier de ces établissements exclut déjà une large part de leurs réserves en banque centrale ; *** les ratios sont exprimés en moyenne pondérée.

TABLEAU 3

SOURCE : SNL FINANCIAL, FED, FSB, CALCULS BNP PARIBAS

Il semble, dès lors, peu probable qu'à lui seul, l'allègement de la norme suscite une demande accrue des banques et permette une baisse franche et rapide des rendements des *Treasuries*. Toute comparaison avec la période d'assouplissement temporaire de la norme SLR en 2020-2021 serait trompeuse : la baisse des rendements était, à cette époque, le fruit du *Quantitative Easing* illimité de la Fed.

Selon nous, **l'enjeu de cet assouplissement est plutôt de rassurer les investisseurs sur la capacité des banques à jouer pleinement leur rôle d'intermédiaires**, et *in fine* à renforcer leur appétit pour les *Treasuries*. Or, l'assouplissement de la norme de levier ne peut remplir cet objectif qu'à la condition qu'il soit pérenne. À défaut, en cas de choc, certains investisseurs, qui redouteraient une baisse future du prix des titres, pourraient être incités à céder leurs avoirs. D'après Eisenbach et Phelan (2022), en mars 2020, avant l'annonce du programme d'achats de titres publics « sans limite » de la Fed, l'incertitude concernant la ca-

pacité des *dealers* à absorber les cessions nettes de titres aurait poussé certaines institutions financières, sans contrainte de liquidité ou de financement mordante, à vendre prématurément leurs portefeuilles ; ce qui aurait rendu leurs anticipations auto-réalisatrices.

En avril dernier, l'annonce du relèvement des droits de douane n'a pas suscité les mêmes craintes de dysfonctionnement. Les contraintes de levier et de liquidité des plus grandes banques offraient, de surcroît, encore des marges de manœuvre. Elles ont pu continuer à intermédiaire le marché *repo* et fournir aux *hedge funds*, spécialisés dans les stratégies « *cash-futures basis trade* »²¹, les ressources nécessaires pour maintenir leurs positions. À défaut, ces acteurs se seraient délestés d'une partie de leurs portefeuilles, ce qui aurait amplifié le stress (Perli, 2025).

21 Cette stratégie consiste à exploiter la différence de prix entre les marchés ferme et à terme (« *cash-futures basis trade* »). Elle consiste à acheter des titres sur le marché ferme, financer cet achat en plaçant les titres en pension (*repo*), prendre une position courte sur le marché à terme, et, enfin, livrer les titres lorsque le contrat à terme arrive à échéance. Pour maximiser leurs gains, les *hedge funds* jouent l'effet de levier en empilant les positions. Or, en cas de sursaut de volatilité sur l'un des segments de marché, comme ce fut le cas en mars 2020, le dénouement simultané des positions peut propager le stress et perturber l'ensemble des marchés sur lesquels se négocient les *Treasuries*.

LE RISQUE D'EFFETS INDÉSIRABLES NON ANTICIPÉS

À priori, les modalités d'assouplissement du SLR (révision du niveau de l'exigence, voire exclusion d'actifs « sûrs » du dénominateur du ratio) ne présentent pas de risques en matière de stabilité financière.

Le fait que les exigences de solvabilité pondérées des risques demeurent plus contraignantes que la norme de levier, pour la majorité des grandes banques (et seulement légèrement moins contraignantes pour les autres), écarte le risque qu'elles n'accroissent leur exposition à des actifs risqués. La faible économie en fonds propres, attendue de l'assouplissement du eLSR au niveau consolidé (USD 13 mds d'après les estimations des régulateurs), en témoigne.

Selon nous, au-delà des risques évoqués par les régulateurs dans leur étude d'impact (augmentation du levier d'endettement et exposition au risque de taux d'intérêt accru), **les efforts déployés pour faciliter le rôle des dealers pourraient avoir des effets indésirables non anticipés.** Comme l'essor du champ de la compensation centralisée des opérations de pensions livrées de *Treasuries* (et plus particulièrement des opérations « sponsorisées »²², graphique 8), le relâchement de la norme de levier pourrait amplifier l'ampleur des stratégies de « *cash-futures basis trade* » des *hedge funds*.

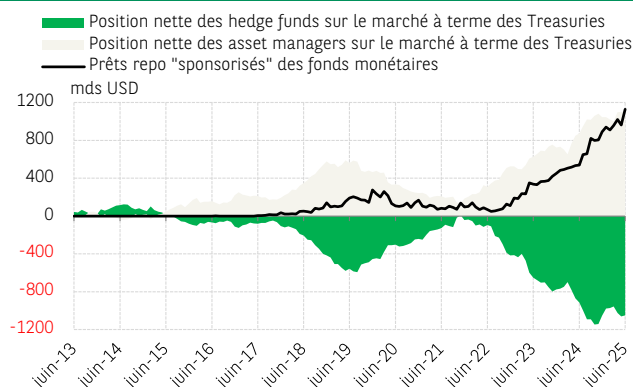
Ces derniers sont devenus des intermédiaires majeurs du risque de taux d'intérêt sur le marché des *Treasuries* en se positionnant sur les marchés à terme face aux gestionnaires d'actifs. Or, une disponibilité accrue de prêts *repo* soutiendrait la rentabilité de leurs stratégies.

Certes, ces stratégies permettent au Trésor de placer une partie de sa dette et soutiennent la liquidité du marché. Mais, compte tenu du fort effet de levier inhérent à ces opérations, en cas de choc de volatilité sur le marché des *Treasuries*, le débouclage rapide de leurs positions renforcerait la volatilité des rendements et dégraderait la liquidité du marché. *In fine*, l'assouplissement de la norme de levier pourrait avoir un effet paradoxal. **Alors qu'il vise à renforcer la stabilité du marché des titres du Trésor, il pourrait, de manière incidente, soutenir les stratégies des fonds à effet de levier, et renforcer ainsi certaines des fragilités que les régulateurs cherchent précisément à atténuer.**

Achévé de rédiger le 3 juillet 2025

Anis Bensaidani & Céline Choulet

L'ESSOR DES PRÊTS « SPONSORISÉS » A PERMIS AUX HEDGE FUNDS DE CREUSER LEUR POSITION NETTE VENDEUSE



GRAPHIQUE 8

SOURCES : CFTC, OFR, BNP PARIBAS

²² Le « *Sponsored service* » de la FICC (*Fixed Income Corporation*) permet aux *dealers* de parrainer l'adhésion « indirecte » de certaines de leurs contreparties (fonds monétaires, *hedge funds*) à la FICC et de soumettre à la compensation centralisée leurs opérations sur le marché *repo*. Il leur permet ainsi d'alléger leurs bilans.



RÉFÉRENCES

- **Bräuning F. et Stein H. (2024)**, *The Effect of Primary Dealer Constraints on Intermediation in the Treasury Market*, Federal Reserve Bank of Boston Research Department Working Papers
- **Chen J., Liu H., Rubio D., Sarkar A. et Song Z. (2021)**, *Did dealers fail to make markets during the pandemic ?*, FRBNY, Liberty Street Economics, mars 2021
- **Du W., Tepper A. et Verdelhan (2018)**, *Deviations from covered interest rate parity*, Journal of Finance, vol 73
- **Du W., Hébert B. et Huber A. (2019)**, *Are intermediary constraints priced ?*, NBER Working Paper Series, juin 2019
- **Du W., Hébert B. et Li W. (2023)**, *Intermediary Balance Sheets and the Treasury Yield Curve*, NBER Working Paper Series, mai 2023
- **Duffie D. (2020)**, *Still the World's Safe Haven ? Redesigning the US Treasury market after the Covid-19 crisis*, Hutchins Center WP n°62
- **Duffie D. (2025)**, *How US Treasuries Can Remain the World's Safe Haven*, Journal of Economic Perspectives, Volume 39, Number 2
- **Duffie D., Fleming M., Keane F., Nelson C., Shachar O. et van Tassel P. (2023)**, *Dealer Capacity and U.S. Treasury Market Functionality*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, octobre 2023
- **Eisenbach T. et Phelan G. (2022)**, *Fragility of Safe Asset Markets*, FRBNY Staff Reports, n°1026, juillet 2022
- **Favara G., Infante S. et Rezende M. (2024)**, *Leverage Regulations and Treasury Market Participation: Evidence from Credit Line Drawdowns*, SSRN
- **He Z., Nagel S. et Song Z. (2022)**, *Treasury inconvenience yields during the Covid-19 crisis*, Journal of Finance Economics vol 143
- **U. (2020)**, *Negative swap spreads and limited arbitrage*, The Review of Financial Studies, Volume 33, Issue 1, janvier 2020
- **Li D., Petrasek L. et Tian M. H. (2024)**, *Risk-Averse Dealers in a Risk-Free Market – The Role of Internal Risk Limits*, Finance and Economic Discussion Series
- **Liang N. (2025)**, *What's going on in the US Treasury market, and why does it matter ?*, Brookings Commentary, 14 avril 2025
- **Liang N. et Parkinson P. (2020)**, *Enhancing liquidity of the US Treasury market under stress*, Hutchins Center WP n°72
- **Perli R. (2025)**, *Recent Developments in Treasury Market Liquidity and Funding Conditions*, FRBNY, Remarks at the 8th Short-Term Funding Markets Conference, Federal Reserve Board, Washington, DC



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosylago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Europe du Sud	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro, Royaume-Uni – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Türkiye	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine, Russie, Kazakhstan	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Allemagne, Pays-Bas	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOATLAS

Les chiffres clés de l'économie française comparés à ceux des principaux pays européens

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE

Un graphique hebdomadaire illustrant des points saillants dans l'économie

ECOTV

Quel est l'évènement du mois ?

La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER
voir la page **twitter** des études économiques



Bulletin publié par les Études Économiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas – www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago
Copyright image : Kentoh

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change